



RIZIK ZEMLJE I KRIZA DRŽAVNOG DUGA ZEMLJE U TRANZICIJI

Mr.sc. Patrik Šegota, email: patrik.segota@erstegroup.com
Erste&Steiermarkische Group Bank AG, Vienna, Austria

Sažetak : Zamjetna neuravnoteženost i snažan poremećaj kolanja finansijskih tokova između institucionalnih sektora i kolanja realnih tokova, odnosno usredotočenje na finansijsko tržište u znatnijoj mjeri pruža mogućnosti uvida u krizu državnog duga i utjecaj na rizik zemlje, osobito zemalja u tranziciji. Svjetska finansijska kriza u svojoj prirodi, i recesija koja ju je pratila prelijevanjem se transformirala u krizu državnog duga, naglašeno u zemljama u tranziciji. Analitičkim pristupom se je nastojalo rasvijetliti glavne neravnoteže koje su ostale prijetiti, čime se potencira opća opasnost uz promijenjene okolnosti. Kroz istraživački proces ukazano je na probleme koje sa sobom nosi prebrza globalizacija, internacionalizacija i novi finansijski proizvodi, ali i permanentan pad potražnje i smanjenje zanimanja stranih investitora na nerazvijenim tržištima kapitala, posebice zemalja u tranziciji. Upravo internacionalizacija poslovanja povećava signifikantnost rizika zemlje kao sintetičkog izraza koji uključuje političke i ekonomske rizike. Rezultat istraživanja ogleda se u nastojanju regulatornih organa da u okolnostima krize državnog duga osiguraju stabilnost poslovanja sveukupnog finansijskog sustava tranzicijskog gospodarstva.

Ključne riječi: Rizik, rizik zemlje, zaduženost, državni dug, prezaduženost

COUNTRY RISK AND SOVEREIGN DEBT CRISES OF THE TRANSITIONAL ECONOMY

Abstract: Noticeable imbalance and disorder powerful flow of financial flows between the institutional sector and the flow of real flows, and focus on the financial market to a very large extent provides opportunities for seeing the sovereign debt crisis and the impact on country risk, especially in countries in transition. The global financial crisis, in their nature, and the recession that accompanied it spillover it was transformed into a sovereign debt crisis, emphasized in the transition countries. With the analytical approach was intended to shed light on the major imbalances that threaten others, which emphasizes general danger with changes in circumstances. Through the research process pointed to the problems posed by too rapid globalization, internationalization and new financial products, but also a permanent decline in demand and a reduction of interest of foreign investors in the undeveloped capital markets, especially in the transition countries. Precisely, the internationalization of business increases the significance of country risk as a synthetic expression that includes political and economic risks. The result of research is reflected in the efforts of the regulatory authorities that in the circumstances of the sovereign debt crisis to ensure stability of the overall financial system of the transitional economy.

Keywords: Risk, country risk, indebtedness, sovereign debt, over-indebtedness

1. Uvod

U poslovnom svijetu danas postoji mnogo više rizika i nesigurnosti nego ikad ranije, a koji dolaze od razornih inovacija i velikih neočekivanih šokova. Brzina promjena i jačina šoka veći su nego ikada i svijet je ušao u vrijeme nove normalnosti⁵³¹ koja se izdiže od razornih inovacija i uključuje snažne šokove. U takvim okolnostima je potreban upravljački okvir i

⁵³¹ Kotler, P. & Caslione, A.J. (2009). *Kaotika: Upravljanje i marketing u turbulentnim vremenima*. Zagreb: Mate.



sustav koji bi omogućio nošenje s entropijom i kaosom. Naravno, vrijeme je spoznaje problema koji leži u neravnoteži između tržišta i vladavine prava.⁵³² Ta neravnoteža smanjuje potražnju, prebacuje je na dug i stvara velike financijske rente. Stoga bi gospodarske i financijske informacije trebale biti ravnopravno raspodijeljene i istodobno svima dostupne. Mogu li financijska tržišta, po prirodi svjetska, biti uravnotežena globalnom vladavinom prava? Može li se uspostaviti globalna i stvarna kontrola rizika i likvidnosti? Može li se revidirati sustav osobnih primanja, razdvojiti tržišne i bankarske aktivnosti? Tranzicijske zemlje, koje tek odnedavno prelaze na kapitalistički sustav, a bez većega praktičnoga iskustva upravljanja tim sustavom u izvanrednim okolnostima, posebno su izvrgnute jakom pritisku i neizvjesnosti. Prihvaćajući tržišno gospodarstvo i integraciju u svjetski kapitalistički sustav, one su prihvatile njegove zakonitosti i rizike, ali poremećene gospodarske i socijalne prilike traže diferencirana praktična rješenja i novi pristup. Evidentno manjkaju domaća štednja i proizvodne investicije, dugoročno neodrživi drastični rast nejednakosti u raspodjeli dohotka, nekontrolirane kreditne ekspanzije, degradacije infrastrukture i okoliša, pogrešne koncepcije regulacije i posebice je naglašeno gomilanje vanjskog duga manifestirano snažnom krizom državnog duga.

2. Bifurkacija krize

Sasvim je jasno kako svjedočimo rizicima gospodarske krize prirodi, vrijednostima i pokretnim snagama suvremenog kapitalističkog sustava, čvrsto orijentiranog na gospodarski rast koji se temelji konkurenciji, slobodi privatnoga djelovanja i na stjecanju bogatstva i društvene moći uspješnih pojedinaca, pri čemu su profit akumulacija kapitala i moć primarni kriteriji. Ugrožen je trajan dinamički karakter rizicima tehnoloških i organizacijskih inovacija, strukturnih promjena i socijalne diferencijacije kao stalnih unutarnjih pokretnih sila ovoga sustava. Ne svjedočimo krizi oskudice, niti krizi preobilja proizvoda, nego krizi održivoga razmjera potražnje i ponude koji zadovoljava kriterij poslovne rentabilnosti s istodobnim postojanjem viška ponude proizvoda i nezadovoljene potražnje za njima. Znači li to da se ekonomski sustav raspada i izaziva velike društvene štete i socijalnu napetost? I, doseže li divovski stroj za zaduživanje društvene i ekološke granice? Ipak, valjalo bi ukazati i na drugo lice gospodarske krize, jer ona, kao što se često misli, nije opća propast i kaos. Ona uvijek ima upadljiv monetarni i financijski vanjski izraz, jer se tržišne transakcije uvijek obavljaju i iskazuju u monetarnim terminima, ali njezin sadržaj i dinamiku određuju realni gospodarski i socijalni procesi. Ona je zapravo prisilno, više ili manje stihijsko, prestrukturiranje ekonomskih i socijalnih odnosa, kada se kapitalistička dinamika gospodarske ekspanzije približi granicama iscrpljivanja postojećih ekonomskih resursa na osnovi dominantne tehnologije, a to u sebi sadrži nužnost pogoršanja odnosa među socijalnim akterima na štetu poduzetnika i vlasnika kapitala, i to smanjenjem poslovnih profita. Stoga, nepobitna je činjenica kako se u sustavskoj analizi gospodarske dinamike krizom uže označuje samo faza gospodarskoga ciklusa, kada se lomi trend uspona i dolazi do nagloga stezanja i smanjenja aktivnosti.

⁵³² Attali, J. (2009). *Kriza, a poslije?* Zagreb: Meandar media.



Promatra li se međupovezanost finansijskog i realnog sektora nedvojbenim se čini naglasiti da razvitak finansijskih institucija i tržišta može pridonositi učinkovitoj alokaciji resursa, što pozitivno utječe na ukupnu ekonomsku učinkovitost, gospodarski rast i društveni razvitak. Ali, postoji i sasvim izvjesna mogućnost da njihove neusklađenosti uzrokuju pogoršanje stanja u realnom sektoru ekonomije.⁵³³ Nestabilnost kolanja finansijskih tijekova između institucionalnih sektora posljedica je opterećenosti realnog sektora različitim makroekonomskim neravnotežama. Globalna finansijska i gospodarska kriza u znatnoj je mjeri oslabila teorijsku tezu da suvremeni finansijski sustavi funkcioniraju u skladu s hipotezom efikasnog tržišta. Teorija inherentne nestabilnosti finansijskih sustava^{534,535} kao posljedica globalne finansijske krize potvrđuje prevladavajuću činjenicu da se finansijska tržišta ne optimaliziraju automatizmom, niti su stabilna i ne vode prema optimalnoj alokaciji resursa. Koncept finansijske liberalizacije označava brzi razvitak i uspon finansijskih tržišta i institucija⁵³⁶, ali i sve veću uključenost nefinansijskih sudionika u finansijske poslove (zaduživanje). Isti koncept podrazumijeva promjenu u režimu akumulacije, a temelji se na rastu inherentno nestabilne finansijske strukture. Pod pretpostavkom izostanka odgovarajuće državne intervencije (regulacije središnje banke), u suvremenoj će kapitalističkoj ekonomiji težnja za stvaranjem finansijskog profita u razdoblju prosperiteta endogeno proizvesti nestabilnu privrednu strukturu, ekonomsku i finansijsku krizu i, u krajnjem slučaju, ako izostane regulacija, ekonomski slom.⁵³⁷ Teorija finansijske liberalizacije razotkriva mehanizam akumulacije i endogenog stvaranja nestabilnih ekonomskih sustava, putem nereguliranih tržišta kapitala, snažnih liberaliziranih priljeva kapitala iz inozemstva, mehanizma poticanja prekomjernog zaduživanja u inozemstvu i stvaranja slabih nacionalnih ekonomija koje su ovisne o finansijskim tijekovima, odnosno strategijama finansijskog razvoja postavljenim u razvijenim kapitalističkim zemljama. Globalna finansijska kriza razotkrila je slabosti takvih modela razvoja.⁵³⁸ Dodatno objašnjenje uzroka finansijskih kriza u novim tržišnim gospodarstvima je tzv. finansijska panika koja povremeno zavlada među investitorima i onda se poput zaraze (engl. *financial contagion*) proširi na slična gospodarstva. Osnovni problem prema ovom objašnjenju sastoji se u krizi likvidnosti do koje je dolazi zbog razlika u ročnoj strukturi finansijskih potraživanja i obveza. Isto tako, objašnjenje uzroka finansijske panike polazi i od teze o nesavršenostima međunarodnih tržišta kapitala. Finansijske krize bi se mogle izbjeći kada bi postojao sustav praćenja bilanci imovine i obveza javnog i privatnog sektora, koji bi na vrijeme upozorio dužnike i vjerovnike na nadolazeće probleme likvidnosti, odnosno ako bi dužnici održavali dovoljno visoke i likvidne rezerve.⁵³⁹

⁵³³ Krnić, B. & Radošević, D. (2014). „Makroekonomske neravnoteže u hrvatskoj ekonomiji: dualitet između finansijskog i realnog sektora.“ *Ekonomski pregled*, 65(1) str. 3-34.

⁵³⁴ Minsky, H. P. (1992). „The Financial Instability Hypothesis“. *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, No. 74. Dostupno na: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=161024>. Pristup: 26.4.2013.

⁵³⁵ Minsky, H. P. (2008). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw Hill.

⁵³⁶ Greenwood, R. & Scharfstein, D. (2013). „The Growth of Finance“. *Journal of Economic Perspectives*, 27(2).

⁵³⁷ Krnić, B. & Radošević, D. (2014). „Makroekonomske neravnoteže u hrvatskoj ekonomiji: dualitet između finansijskog i realnog sektora.“ *Ekonomski pregled*, 65(1) str. 5.

⁵³⁸ *Ibid.*, str.6.

⁵³⁹ Mihaljek, D. (2000). "Prilog razradi dugoročne strategije privrednog razvoja Hrvatske: Odakle početi, što poduzeti i kako to ostvariti?" *Financijska teorija i praksa*, 24(4), str. 527-602.



3. Rizik zemlje

Osnovni motivacijski čimbenici u razmatranju rizika zemlje potiču na promišljanje o uklanjanju asimetričnih informacija između izdavatelja financijskog instrumenta i potencijalnog investitora, dviju strana uključenih u transakciju, te o regulatornim instrumentima za nadzor i regulaciju subjekata i institucija koji posluju na financijskom tržištu. Globalna financijska kriza otvorila je niz pitanja u lancu odgovornosti za postojeće stanje financijskih sustava, a u smislu zahtijevanog servisiranja javnog i vanjskog duga, mjenjenog prema izvozu kao i iznosa državnih deviznih rezervi. Zbog svoje nematerijalne prirode fenomen rizika je podložan različitim viđenjima od strane različitih ljudi pa je opravdano ne postojanje opće suglasnosti o tome što se točno pod tim pojmom smatra. Kako rizik zemlje u najvećem dijelu ovisi o vrsti ulaganja tako se kod investiranja pojavljuju rizici koji se mogu podijeliti na globalan rizi, rizik zemlje, rizik industrije, te rizik poduzeća.⁵⁴⁰ Rizik zemlje (engl. *Country Risk*) je izloženost gubitku kod prekograničnog kreditiranja uzrokovanog događajima u pojedinoj zemlji koji su, barem u određenoj mjeri, pod kontrolom vlade, ali definitivno ne pod kontrolom privatnog poduzeća ili pojedinca⁵⁴¹. On se odnosi na vjerojatnost nastanka političkih događaja koji će promijeniti izgled za profitabilnost prilikom određenog ulaganja, a da bi događaj spadao u rizik zemlje potrebno je da bude drugačiji no u zemlji domaćinu⁵⁴². Rizik zemlje podrazumijeva nemogućnost povrata uzetoga kredita ili isplate kupljenih državnih obveznica od strane dužnika u međunarodnim kreditnim transakcijama. Pojavni oblici ove vrste rizika, u biti kreditnoga rizika jesu na razini države kada ona uzme kredit ili emitira obveznice (makroekonomski rizik) i na razini pojedinog poduzeća (mikrokreditni rizik).⁵⁴³ Nastavno, važno je ukazati i na ključne čimbenike u procjeni kreditnog rejtinga vlada: (1) makroekonomske politike, učinak, strukturne značajke ekonomije, javne financije, vanjske financije; (2) ekonomska snaga, institucijska snaga, financijska snaga vlade, osjetljivost na rizik događaja; (3) politički rizik, ekonomska struktura, predviđanja gospodarskog rasta, fiskalna prilagodljivost, teret duga opće države, *off shore* i potencijalne obveze, monetarna prilagodljivost, vanjska likvidnost, teret vanjskog duga.⁵⁴⁴ Pri procjeni rizičnosti zemlje primjenjuje se nekoliko ključnih pokazatelja. Od značajnijih pokazatelja to su dohodak po glavi stanovnika, rast bruto društvenog proizvoda, inflacija te bilanca plaćanja. Veći dohodak po glavi stanovnika rezultira i većom poreznom bazom i time povećava vjerojatnost da će zemlja biti u mogućnosti izvršavati svoje obveze. Inflacija kao jedan od pokazatelja ukazuje na strukturne probleme u vladinoj politici, odnosno na to da ne postoje ni mogućnost ni volja za bolji oblik financiranja od onoga izdavanjem novca i poticanjem inflacije. Kada je u pitanju bilanca plaćanja, postojanje velikog deficita ukazuje na probleme i nemogućnost države da pribavi potrebna financijska sredstva. Dodatno, valja promatrati i rast populacije, dobnu strukturu

⁵⁴⁰ White, C. & Fan, M. (2006). *Risk and Foreign Direct Investment*. New York: Palgrave Macmillan.

⁵⁴¹ Claessens, S. & Embrechts, G. (2002). „Basel II, Sovereign Ratings and Transfer Risk External versus Internal Ratings“. *Conference Basel II: An Economic Assessment, Bank for International Settlements*, Basel, 17-18 May 2002,

⁵⁴² Bouchet, H. M., Clark, E. & Gros Lambert, B. (2003). *Country Risk Assessment: A Guide to Global Investment Strategy*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons Inc.

⁵⁴³ Lovrinović, I. (2015). *Globalne financije*. Zagreb: Accent d.o.o.

⁵⁴⁴ IMF, (2010). *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, Publication Services.

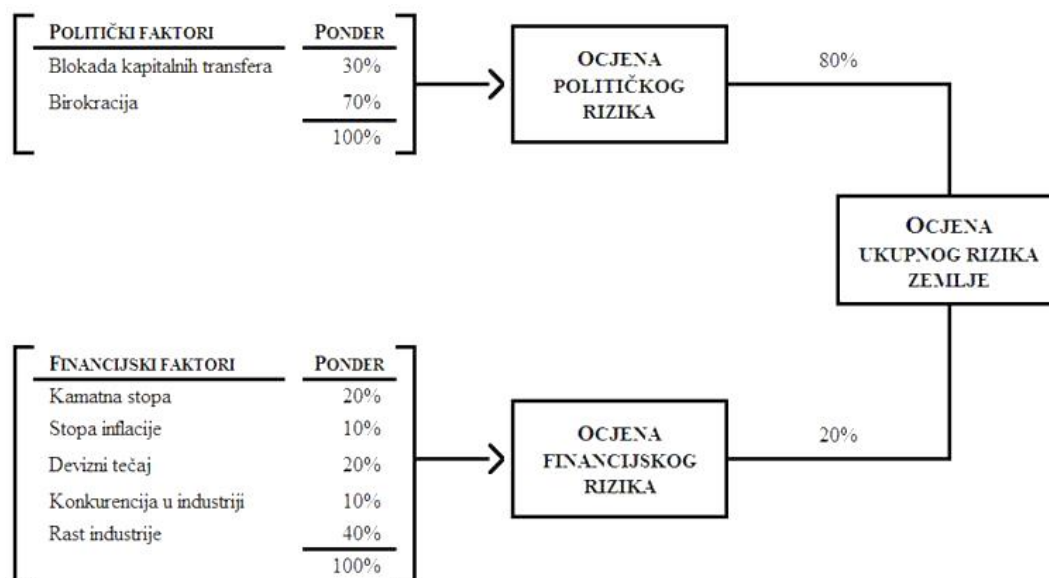


16.-17. Decembar/December 2016.

stanovništva, sektorsku produktivnost, učinkovitost i kvalitetu obrazovnog sustava, kvalitetu državne birokracije i administracije (jedan od stabilizatora koji teži minimiziranju revizije strategija kada dođe do promjene vlasti) i dr.⁵⁴⁵

Za razliku od političkog rizika (engl. *Political Risk*), rizika suverenosti (engl. *Sovereign Risk*) i rizika prekograničnog ulaganja (engl. *Cross-border Risk*) rizik zemlje podložan je brojnim specifičnim čimbenicima pri čemu je cilj mjerenja rizika procjena negativnog utjecaja elemenata rizik, a u okviru toga procjena vjerojatnosti poduzimanja akcija i aktivnosti od strane druge države, a koje bi bile štetne za interes kompanije koja ne posluje na njihovom tržištu. S obzirom da je rizik zemlje sintetički izraz koji uključuje političke i ekonomske rizike to valja pri mjerenju pojedinačno vrednovati te iste čimbenike unutar kojih se vrednuju pojedini čimbenici i dodjeljuje im se određeni ponder kako bi se na temelju svega toga brojčano izrazio stupanj rizika zemlje⁵⁴⁶. Ne postoji određena univerzalna formula određivanja rejting ocjene zbog toga što je procjena rizičnosti izdavatelja posao koji, osim objektivne procjene financijskih i ekonomskih pokazatelja koje analitičari imaju na raspolaganju, sadrži i subjektivnu procjenu. Pojam rizika zemlje nije lako kvantificirati, a poteškoće njegovog mjerenja ovise o interakciji složenih financijskih, gospodarskih, društvenih i političkih varijabli⁵⁴⁷. Prema njima postoje tri koraka za stvaranje jedinstvenog rejtinga rizika zemlje. Prvi korak je identifikacija svih glavnih kategorija rizika. Drugi korak zahtjeva ocjenu za svaku kategoriju rizika. Treći predstavlja zbrajanje svih bodova odnosno ocjena s ciljem dobivanja jedinstvenog indeksa.

SLIKA 1: ODREĐIVANJE UKUPNOG RIZIKA ZEMLJE



Izvor: Madura (2012, 489)

⁵⁴⁵ Pavković, A. & Vedriš, D. (2011). „Redefiniranje uloge agencija za kreditni rejting u suvremenom financijskom sustavu“. *Ekonomska misao i praksa*, Dubrovnik, 2011.

⁵⁴⁶ Madura, J. (2012). *International Financial Management*. Mason, OH: South-Western, Cengage Learning.

⁵⁴⁷ Ascari, R. & Pocek, F. (2013). „Country Risk: from theory to practice“. *SACE Working Paper Studies, WORKING PAPER N.15* (Maggio, 2013)



XIV MEĐUNARODNA KONFERENCIJA
KORPORATIVNA SIGURNOST U BiH I ZEMLJAMA ZAPADNOG BALKANA
SA EKONOMSKOG, PRAVNOG I KOMUNIKOLOŠKOG ASPEKTA
XIV INTERNATIONAL CONFERENCE
CORPORATE SECURITY IN B&H AND THE WESTERN BALKAN COUNTRIES
FROM ECONOMIC, LEGAL AND COMMUNICATION ASPECT



16.-17. Decembar/December 2016.

Ako se rizik zemlje kreće u prihvatljivom rasponu, investitor može nastaviti razmišljati i djelovati na određenom projektu ili investiciji u vrijednosnice. Rizik zemlje je potrebno uključiti u analizu budžetiranja kapitala za određeni projekt prilagodbom diskontne stope ili izračunanog tijeka gotovine. Treba naglasiti da nema precizne formule za valorizaciju rizika zemlje unutar ocjene projekta, odnosno diskontne stope pa je u nekim slučajevima moguće njome se koristiti, a u nekima nije. Suština te veze je da snižavanjem rejtinga zemlje utječe na rast rizika što investitore tjera da traže veći povrat od investicije. pri tome se češće primjenjuje metoda izračunanog tijeka gotovine pa ako se pretpostavi da je vjerojatnost da država uvede blokadu transfera novca prema matičnoj zemlji 15% tad će se ta mogućnost uključiti u izračun neto sadašnje vrijednosti projekta.

SLIKA 2: IZRAČUN UKUPNOG RIZIKA ZEMLJE TEMELJEM PRETPOSTAVLJENIH INFORMACIJA

(1)	(2)	(3)	(4) = (2) × (3)
	Ocjena dodijeljena faktoru u rasponu od 1 - 5	Ponder dodijeljen faktoru ovisno o važnosti	Vagana vrijednost faktora
blokada kapitalnih transfera	4	30%	1,2
birokracija	3	70%	2,1
		100%	3,3 = ocjena političkog rizika
kamatna stopa	5	20%	1,0
stopa inflacije	4	10%	0,4
devizni tečaj	4	20%	0,8
konkurencija u industriji	5	10%	0,5
rast industrije	3	40%	1,2
		100%	3,9 = ocjena financijskog rizika
(1)	(2)	(3)	(4) = (2) × (3)
	Ocjena rizika kako je prethodno određena	Ponder dodijeljen svakom faktoru rizika	Vagana ocjena
politički rizik	3,3	80%	2,6
financijski rizik	3,9	20%	0,8
		100%	3,42 = ocjena ukupnog rizika zemlje

Izvor: Madura (2012, 490)

Brojne krize aktualizirale su pitanje rizika zemlje i nužnost njegova vrednovanja. U tom smislu razvijene su određene strategije upravljanja rizikom u nepoželjnim situacijama⁵⁴⁸: (a) skraćivanje vremenskog horizonta poslovanja (engl. *use a short-term horizon*); (b) zaduživanje u lokalnoj valuti (engl. *borrow local funds*); (c) otpuštanje lokalne radne snage (engl. *lay-off local labor*); (d) kupnja osiguranja (engl. *purchase insurance*); (e) oslanjanje na

⁵⁴⁸ Madura, J. (2012). *International Financial Management*. Mason, OH: South-Western, Cengage Learning.



jedinstvenu tehnologiju (engl. *rely on unique supplies or technology*); i (f) korištenje projektnoga financiranja (engl. *use project finance*).

Tijekom dužeg vremenskog razdoblja regulatori su zabranili investiranje u vrijednosnice špekulativnog ranga ili su pak tražili dodatni kapital koji financijska institucija (osiguravajuća društva, brokeri, dileri i štedionice) mora osigurati odluči li se na investiranje u takve rizičnije financijske instrumente. Najčešća mjera regulacije u svrhu smanjenja rizika je postavljanje minimalnih kapitalnih zahtjeva pred financijske institucije. Regulatori se u tu svrhu koriste kreditnim rejtinzima kako bi usmjerili financijske posrednike na financiranje vlastitih portfelja kapitalom, proporcionalno riziku preuzetom u portfelj. U tom slučaju kreditni rejting je svojevrsni ekvivalent, odnosno indikator kreditnog rizika. Na taj način regulatorni organi nastoje osigurati stabilnost poslovanja financijskih institucija i cijeloga financijskog sustava, pri čemu se nadzor nad cijelim tržištem zapravo eksternalizira neovisnim procjeniteljima kreditnog rizika – rejting-agencijama.

4. Kriza državnog duga

Fenomen rizika je gotovo u svim poslovnim transakcijama, koje kad se odvijaju preko međunarodnih granica, nose dodatne rizike koji nisu prisutni u domaćem prometu. Ti rizici obuhvaćeni su pod pojmom rizik zemlje, na kojega utječu brojne relevantne komponente, a najčešća podjela je na ekonomske, političke i financijske rizike. Strana izravna ulaganja mogu biti značajan čimbenik gospodarskog razvoja nacionalnih gospodarstava. Ona ne predstavljaju samo kapital već sa sobom, u zemlju primateljicu, potencijalno unose i nove tehnologije te upravljačka i marketinška znanja i vještine. Rizik zemlje najčešće podrazumijeva dužničku netoleranciju (engl. *debt intolerance*) koja pokazuje da je odnos duga i rizika zemlje nepovoljniji za zemlje koje imaju ekonomske neusklađenosti. Posebno valja naglasiti kako se recentna razina dužničke netolerancije jedne zemlje empirijski može promatrati kao odnos dugoročnog prosječnog iznosa njenog vanjskog duga u odnosu na indeks neizvršenja obveza po osnovi vanjskog duga. Jer, veća zaduženost zemlje u stranoj valuti pruža više mogućnosti za pojavu dužničke i bankarske krize⁵⁴⁹. Na tom tragu je financijska kriza, a kasnije i recesija u razvijenim zemljama svijeta, posljedica su nabujalih ulaganja u visokorizične strukturirane vrijednosnice, zablude da cijene mogu neprestano rasti, da sekuritizirani zajmovi ne dovode do rizika, odluke hipotekarnih kreditora da snize standarde za odobravanje kredita i prošire poslovanje na visokorizične tržišne segmente.

Liberalizacija i deregulacija financijskih tržišta, zajedno s inovativnim financijskim instrumentima, stvorile su goleme poslovne mogućnosti na međunarodnim financijskim tržištima koje su se istopile kada je “iluzija likvidnosti” nestala s prvim znacima krize potražnje. Preljevanje financijske krize u one zemlje koje je nisu inicirale pokazuje kompleksnost međusobne ovisnosti integriranih financijskih tržišta i ekonomske globalizacije. Integrirana financijska tržišta omogućuju ublažavanje problema uzrokovanih asimetričnim šokovima u cijeloj monetarnoj integraciji. Preljevanjem financijske krize iz SAD 2008.

⁵⁴⁹ Bordo, M. D. & Meissner, C. M. (2007). „Financial crises, 1880–1913: the role of foreign currency debt“. In: Edwards, S., Esquivel, G. & Marquez, G. (Eds.). *The Decline of Latin American Economies: Growth, Institutions, and Crises*. Chicago: University of Chicago Press, str. 139–194.



godine na ostala područja u svijetu pretvorila se je u krizu državnog duga (engl. *Sovereign debt crises*) i recesiju jer su mnoge zemlje odlučile gubitke svojih banaka pokriti iz državnog proračuna na teret poreznih obveznika. To je u kratkom roku povećalo javni dug svih zemalja i dovelo do pogoršanja krize.⁵⁵⁰ Financijsko integriranje još je važnije za zemlje koje imaju negativni razvojni jaz prema ostatku monetarne unije jer financijska liberalizacija omogućuje slobodan protok kapitala u skladu s načelom marginalne produktivnosti; na taj se način može potaknuti ekonomski rast čak i u onim zemljama ili regijama koje su najviše pogođene negativnim učincima eksterne krize. Osim koristi od financijskog integriranja (jednostavnije financiranje gospodarskog rasta i razvoja, odgovorna makroekonomska politika, bolja alokacija resursa u konkurentnom i transparentnom sustavu), postoje i određeni problemi koji proizlaze iz fluktuacija kratkoročnih tijekova kapitala koje mogu prouzročiti pritisak na tečajnu i monetarnu politiku. Male su ekonomije u posebno nepovoljnom položaju jer njihov pristup financijskim tržištima uglavnom slijedi fazu poslovnog ciklusa, što znači da imaju dostupnost kredita u lošim vremenima⁵⁵¹. K tome, zemlje s nediferenciranom proizvodnom strukturom i niskim stupnjem trgovinske integriranosti teško se mogu oduprijeti eksternim šokovima, za razliku od razvijenih industrijskih zemalja. Visoki deficit tekućeg računa smatra se najvećim izazovom za eksternu ravnotežu. Ako se deficitom financiraju proizvodne namjene, u očekivanju budućega ekonomskog rasta koji će stvoriti preduvjete za njegovo otklanjanje, tada on ne mora nužno imati negativne implikacije. U suprotnome može dovesti do prekomjernog rasta obveza prema inozemstvu, ugrožavajući na taj način ukupnu eksternu poziciju zemlje. Kao posljedica toga mogu se pojaviti teškoće u servisiranju vanjskog duga i/ili održavanju stabilnosti deviznog tečaja, s velikim izgledima za nastanak valutne krize i smanjenje međunarodnih pričuva zemlje^{552,553}. Pad priljeva inozemnog kapitala, slaba makroekonomska stabilnost ili samo promjene očekivanja ekonomskih subjekata mogu djelovati kao pokretači eksterne krize^{554,555}. Iako mnoge empirijske studije potvrđuju deficit tekućeg računa od -5% BDP-a kao granicu iznad koje negativni saldo postaje neodrživ, sve se one ipak koriste tim kriterijem samo kao mogućom naznakom problema jer njegovo uklanjanje ovisi o općem stanju gospodarstva, kako interno, tako i eksterno. Studije su pokazale da eliminiranje vanjskog deficita zahtijeva razdoblje od 3 do 5 godina, te da rezultira usporavanjem ekonomskog rasta i prilagodbama deviznog tečaja^{556,557,558}.

⁵⁵⁰ Lovrinović, I. (2015). *Globalne financije*. Zagreb: Accent d.o.o.

⁵⁵¹ Agénor, P.-R. (2003). "Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts". *World Economy*, 26, 1089-1118.

⁵⁵² Baharumshah, A. Z., Lau, E. & Fountas, S. (2003). "On the sustainability of current account deficits: evidence from four ASEAN countries". *Journal of Asian Economics*, 14 (3), 465-487.

⁵⁵³ Kaminsky, G., Lizondo, S. & Reinhart, C. M. (1998). "Leading Indicators of Currency Crisis". *IMF Staff Papers*, No. 45.

⁵⁵⁴ Frankel, J., Smit, B. & Sturzenegger, F. (2008). "South Africa: Macroeconomic challenges after a decade of success". *Economics of Transition*, 16, 639-677.

⁵⁵⁵ Ghosh, A. R., Ostry, J. D. & Tamirisa, N. (2009). "Anticipating the Next Crisis What can early warning system be expected to deliver?" *Finance & Development a quarterly magazine of the IMF*, September.

⁵⁵⁶ Freund, C. (2005). "Current account adjustment in industrial countries". *Journal of International Money and Finance*, 24, 1278-1298.

⁵⁵⁷ Edwards, S. (2001). "Does the current account matter?". *NBER Working Paper*, No. 8275.

⁵⁵⁸ Cavallo, E. A. & Frankel, J. A. (2008). "Does openness to trade make countries more vulnerable to sudden stops, or less? Using gravity to establish causality". *Journal of International Money and Finance*, 27 (8), 1430-1452.



Za razliku od razvijenih industrijskih zemalja, u kojima su liberalizacija računa kapitala, deregulacija finansijskih tržišta i finansijsko inoviranje pridonijeli rastućoj finansijskoj otvorenosti, tranzicijske su zemlje ostvarile nešto drugačiji “uzorak”, pa stoga i sporiju dinamiku međunarodnoga finansijskog integriranja. Tranzicijske zemlje u osnovi ostvaruju niže vrijednosti međunarodne imovine i obveza, uglavnom zbog nedovoljno razvijenoga finansijskog sektora, kojemu najčešće nedostaje kvalitetna regulativa finansijskih tržišta i nebankarskih finansijskih institucija, zbog čega tranzicijske zemlje po pravilu ne ostvaruju razine likvidnosti i tržišne kapitalizacije usporedive s onima razvijenih zemalja⁵⁵⁹. Štoviše, većina je tranzicijskih zemalja izložena tečajnom riziku koji ograničava prekogranične finansijske transakcije. Ipak, te su zemlje pronašle svoje “mjesto” na međunarodnome finansijskom tržištu uglavnom putem inozemnog zaduživanja, priljeva FDI-a i povećanja službenih pričuva. S obzirom da se u središtu razmatranja nerijetko nalazi mogućnost održivosti duga, to ukazuje na potrebu njegova definiranja. Općenito, održivost duga predstavlja sposobnost dužnika da uz ekonomski prihvatljiv saldo prihoda i rashoda dugoročno ispunjava svoje finansijske obveze prema kreditorima. Dug postaje neodrživ ako počne rasti brže nego sposobnost dužnika da ga otplaćuje. Je li određeni iznos duga održiv ovisit će o brojnim varijablama (npr. kamatnim stopama, tečaju, stopi rasta prihoda), o kojima ovisi kretanje nepodmirenih obveza i sposobnost vraćanja duga. Održivost duga ovisit će o tržišnim očekivanjima o kretanju tih varijabli iz razloga što je razvojem međunarodnog tržišta kapitala i liberalizacijom domaćih finansijskih tržišta tijekom 1990-ih godina u većini zemalja došlo do definitivnog prelaska na financiranje pod tržišnim uvjetima. Bilo da se radi o zaduživanju kod banaka, bilo o izdavanju obveznica, dužnici se, uključujući državu, danas više ne mogu zaduživati uz nižu kamatnu stopu od one koju u danom trenutku tržište traži za određeni profil kreditnog rizika.⁵⁶⁰ Zbog ovisnosti analize o tržišnim očekivanjima nije lako utvrditi je li određena razina duga održiva, jer tržišna očekivanja u praksi nisu stabilna nego se stalno mijenjaju. Te promjene često su nagle i velike, a na njih nisu imune niti industrijski razvijene zemlje. No, u novim tržišnim gospodarstvima problem nestabilnosti tržišnih očekivanja znatno je izraženiji budući da su makroekonomska i politička kretanja nestabilnija, a finansijska tržišta slabije razvijena nego u zrelim tržišnim gospodarstvima.

5. Zaključak

Globalne finansijske krize ukazuju na činjenicu da se finansijska tržišta ne optimaliziraju automatizmom, niti su stabilna i ne vode prema optimalnoj alokaciji resursa. Finansijska je kriza otvorila i niz pitanja u lancu odgovornosti za postojeće stanje finansijskih sustava, a u na tragu servisiranja javnog i vanjskog duga, mjereno prema izvozu kao i iznosa državnih deviznih rezervi. Pod pretpostavkom izostanka odgovarajuće državne intervencije, u suvremenom gospodarstvu težnja za stvaranjem finansijskog profita u razdoblju prosperiteta endogeno može proizvesti nestabilnu gospodarsku strukturu, ekonomsku i finansijsku krizu i, u krajnjem slučaju, ako izostane regulacija, ekonomski slom. Rizik zemlje kao sintetički izraz

⁵⁵⁹ EBRD, (2008). *Transition Report 2008: People in Transition*. London: European Bank for Reconstruction and Development.

⁵⁶⁰ Mihaljek, D. (2003). „Analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske pomoću standardnih finansijskih pokazatelja“. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, broj 97/2003, str. 27-75.



koji uključuje političke i ekonomske rizike upućuje na potrebu mjerenja pojedinačnog vrednovanja čimbenika s pripadajućim ponderima temeljem čega se otvara mogućnost brojčano izraženog stupanj rizika zemlje. Percepcija rizika (i povjerenje investitora), pogotovo ukoliko se govori o stranim investitorima, uvelike ovisi o sposobnosti države da obuzda pretjeranu fiskalnu potrošnju, a samim time i rast državnog duga. U tom slučaju pad omjera kapitala i državnog duga nikako ne može potaknuti povjerenje investitora, već upravo suprotno. Nužan uvjet ovakvog razvoja događaja je upravo fiskalna konsolidacija i stabilizacija/smanjenje državnog duga.

Literatura

- [1] Agénor, P.-R. (2003). "Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts". *World Economy*, 26, 1089-1118.
- [2] Ascari, R. & Pocek, F. (2013). „Country Risk: from theory to practice“. *SACE Working Paper Studies, WORKING PAPER N.15* (Maggio, 2013)
- [3] Attali, J. (2009). *Kriza, a poslije?* Zagreb: Meandar media.
- [4] Baharumshah, A. Z., Lau, E. & Fountas, S. (2003). "On the sustainability of current account deficits: evidence from four ASEAN countries". *Journal of Asian Economics*, 14 (3), 465-487.
- [5] Bouchet, H. M., Clark, E. & Gros Lambert, B. (2003). *Country Risk Assessment: A Guide to Global Investment Strategy*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons Inc.
- [6] Bordo, M. D. & Meissner, C. M. (2007). „Financial crises, 1880–1913: the role of foreign currency debt“. In: Edwards, S., Esquivel, G. & Marquez, G. (Eds.). *The Decline of Latin American Economies: Growth, Institutions, and Crises*. Chicago: University of Chicago Press, str. 139–194.
- [7] Cavallo, E. A. & Frankel, J. A. (2008). "Does openness to trade make countries more vulnerable to sudden stops, or less? Using gravity to establish causality". *Journal of International Money and Finance*, 27 (8), 1430-1452. Cavallo, E. A. & Frankel, J. A. (2008). "Does openness to trade make countries more vulnerable to sudden stops, or less? Using gravity to establish causality". *Journal of International Money and Finance*, 27 (8), 1430-1452.
- [8] Claessens, S. & Embrechts, G. (2002). „Basel II, Sovereign Ratings and Transfer Risk External versus Internal Ratings“. *Conference Basel II: An Economic Assessment, Bank for International Settlements*, Basel, 17-18 May 2002,
- [9] EBRD, (2008). *Transition Report 2008: People in Transition*. London: European Bank for Reconstruction and Development.
- [10] Edwards, S. (2001). "Does the current account matter?" *NBER Working Paper*, No. 8275.
- [11] Frankel, J., Smit, B. & Sturzenegger, F. (2008). "South Africa: Macroeconomic challenges after a decade of success". *Economics of Transition*, 16, 639-677.
- [12] Freund, C. (2005). "Current account adjustment in industrial countries". *Journal of International Money and Finance*, 24, 1278-1298.
- [13] Ghosh, A. R., Ostry, J. D. & Tamirisa, N. (2009). "Anticipating the Next Crisis What can early warning system be expected to deliver?" *Finance & Development a quarterly magazine of the IMF*, September.



XIV MEĐUNARODNA KONFERENCIJA
KORPORATIVNA SIGURNOST U BIH I ZEMLJAMA ZAPADNOG BALKANA
SA EKONOMSKOG, PRAVNOG I KOMUNIKOLOŠKOG ASPEKTA
XIV INTERNATIONAL CONFERENCE
CORPORATE SECURITY IN B&H AND THE WESTERN BALKAN COUNTRIES
FROM ECONOMIC, LEGAL AND COMMUNICATION ASPECT



16.-17. Decembar/December 2016.

- [14] IMF, (2010). *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, Publication Services.
- [15] Kaminsky, G., Lizondo, S. & Reinhart, C. M. (1998). "Leading Indicators of Currency Crisis". *IMF Staff Papers*, No. 45.
- [16] Kotler, P. & Caslione, A. J. (2009). *Kaotika: Upravljanje i marketing u turbulentnim vremenima*. Zagreb: Mate.
- [17] Krnić, B. & Radošević, D. (2014). „Makroekonomske neravnoteže u hrvatskoj ekonomiji: dualitet između financijskog i realnog sektora.“ *Ekonomski pregled*, 65(1) str. 3-34.
- [18] Lovrinović, I. (2015). *Globalne financije*. Zagreb: Accent d.o.o.
- [19] Madura, J. (2012). *International Financial Management*. Mason, OH: South-Western, Cengage Learning.
- [20] Mihaljek, D. (2000). "Prilog razradi dugoročne strategije privrednog razvoja Hrvatske: Odakle početi, što poduzeti i kako to ostvariti?" *Financijska teorija i praksa*, 24(4), str. 527-602.
- [21] Mihaljek, D. (2003). „Analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske pomoću standardnih financijskih pokazatelja“. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, broj 97/2003, str. 27-75.
- [22] Minsky, H. P. (1992). „The Financial Instability Hypothesis“. *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, No. 74. Dostupno na: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=161024>. Pristup: 26.4.2013.
- [23] Minsky, H. P. (2008). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw Hill.
- [24] Greenwood, R. & Scharfstein, D. (2013). „The Growth of Finance“. *Journal of Economic Perspectives*, 27(2).
- [25] Pavković, A. & Vedriš, D. (2011). „Redefiniranje uloge agencija za kreditni rejting u suvremenom financijskom sustavu“. *Ekonomski misao i praksa*, Dubrovnik, 2011.
- [26] White, C. & Fan, M. (2006). *Risk and Foreign Direct Investment*. New York: Palgrave Macmillan.